

学校编码: 10384

学号: 15320121152035

分类号____密级____

UDC____

厦门大学

硕 士 学 位 论 文

负债结构与非效率投资：基于制造业上市公司的
实证分析

**Liability Structure and Inefficient Investment: an Empirical
Study of the listed Corporation in Manufacture Industry**

万大艳

指导教师姓名: 郭其友 教授

专 业 名 称: 西方经济学

论文提交日期: 2015 年__月

论文答辩时间: 2015 年__月

学位授予日期: 2015 年__月

答辩委员会主席: _____

评阅人: _____

年 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘 要

投资和融资活动是企业密不可分的核心财务活动。不同来源和不同期限结构的负债会对企业投资产生不同影响。在两权分离的现代股份制企业中，因信息不对称，追求自身利益最大化引发了代理冲突，进而导致了企业非效率投资。非效率投资的存在会降低企业价值，影响资源配置效率。

论文首先建立一个简化的二期数理模型，推导出企业负债的存在会限制非效率投资。然后选取 2007—2013 年 290 家已在深圳证券交易所上市的制造业公司为样本，以公司规模、股权集中度等为控制变量，实证分析了负债来源结构与负债期限结构对企业非效率投资的影响。

论文的主要特色在于从负债结构角度研究非效率投资，并借鉴残差度量模型，使用 GMM 估计进行非效率投资额的估算，进一步的将非效率投资额区分为投资不足和过度投资，并实行分组检验。实证结果说明：负债水平与非效率投资额显著负相关，负债的存在能限制公司经营者非效率投资的行为；不同的负债期限对非效率投资行为会产生不同的影响，短期负债与非效率投资显著负相关，而长期负债则相反；负债的来源结构会对非效率投资产生影响，在全样本回归中，银行贷款和商业信用能抑制非效率投资，而分样本回归中，银行贷款能减轻投资不足，但是会加重过度投资。根据研究结论，提出了建立健全债权人保护机制、强化上市公司投融资信息披露义务等政策建议。

关键词： 负债结构； 非效率投资； 制造业上市公司

Abstract

Investment and financing activities are two core financial activities of modern enterprises. These two activities have strong association. The effect of liabilities from different sources varies, so do different duration liabilities. In modern joint-stock enterprises, owing to the separation of ownership and operation rights, agency problem is inevitable. Agency conflict and information asymmetry are main reasons for inefficiency investment behavior of the listed companies. The efficiency of investment activities is directly related to the enterprise value. Therefore, inefficiency investment behavior of enterprise is the joint focus of theorists and practitioners.

In this study, I establish a two period mathematical model. From this model, debt can reduce the enterprise's inefficient investment behavior. Then I put forward research assumption and create panel-data models. This research's samples are 290 listed companies of manufacturing industry which go public in Shenzhen Stock Exchange. We take company scale, ownership concentration, executives holding ratio and CEO duality as control variables in order that we can analyze the influence of the level of debt, sources of debt structure and the period structure of debt to investment behavior.

The main Characteristics of this paper are listed as follows. The measurement of non-efficiency investment borrowed from Residual Measurement Model. The parametric estimation method of this model is GMM. The analysis regression part not only has the whole sample analysis, but also has the separate sample analysis. This study arrives at the following conclusions. Firstly, the relationship between the structure of debt and inefficient investment is significant. Secondly, short-term liabilities can reduce the inefficient investment, but long-term liabilities the opposite. Thirdly, Both bank loans and commercial credit can restrain the inefficient investment in the whole sample analysis, while bank loans strengthen the behavior of over investment. Based on empirical analysis of findings, I put forward some policy recommendations for example, improving the pay incentive system and paying attention to reasonable compensation and establishing a sound protection mechanism for creditors.

Key words: Liability Structure; Inefficient Investment; listed companies of manufacturing Industry.

目录

摘 要.....	III
Abstract.....	IV
第一章 绪论.....	1
1.1 选题背景.....	1
1.2 选题意义.....	2
1.3 研究内容及框架.....	3
1.4 可能的创新点.....	4
第二章 相关概念及文献综述.....	5
2.1 相关概念.....	5
2.2 负债结构与非效率投资相关文献.....	6
2.3 文献述评.....	12
第三章 制造业投资与负债的现状与特征.....	13
3.1 制造业上市公司投资现状.....	13
3.2 制造业上市公司负债水平现状.....	14
3.3 制造业上市公司负债结构现状.....	16
第四章 理论分析与模型.....	19
4.1 负债与非效率投资的理论分析.....	19
4.2 研究假设.....	21
4.3 面板模型的构建.....	23
第五章 负债结构与非效率投资的实证分析.....	29
5.1 非效率投资额的估算及特征分析.....	29
5.2 面板数据检验.....	30
5.3 全样本回归分析.....	33
5.4 分样本回归.....	38
第六章 主要结论及政策建议.....	43
6.1 主要结论.....	43
6.2 政策建议.....	44
参考文献.....	46
致 谢.....	48

Table of Contents

Chapter1 Introduction	错误！未定义书签。
1.1 Research Background.....	错误！未定义书签。
1.2 Research Significance.....	2
1.3 Research Framwork	3
1.4 Possible Innovations	3
Chapter2 Relevant Concepts and Review of Literature	5
2.1 Relevant Concepts.....	5
2.2 Review of Literature	6
2.3 Literature Review.....	11
Chapter3 Current Situation of investment and Debt.....	13
3.1 Current Situation of investment	13
3.2 Current Situation of the level of Debt	14
3.3 Current Situation of the Structure of Debt.....	16
Chapter4 Theoretical Analysis and Research Design.....	19
4.1 Theoretical Analysis	19
4.2 Research Hypothesis	21
4.3 Econometric Model.....	23
Chapter5 Empirical Analysis	29
5.1 Units Root Test of Panel Data	29
5.2 Cointegration Test of Panel Data.....	31
5.3 Regression Analysis of the Whole Sample	33
5.4 Regression Analysis of the Separate Sample	38
Chapter6 Conclusion and Suggestions	4 错误！未定义书签。
6.1Main Conclusion	4 错误！未定义书签。
6.2Political Suggestion	错误！未定义书签。
References	46
Acknowledgements.....	48

第一章 绪论

1.1 选题背景

过去的几十年，中国的投资呈现着飞速增长的态势。大规模的投资拉动了中国经济的快速增长。投资规模和投资增速的大幅增加，并不意味着所有的投资都是有效率的。实际上，投资在行业之间的分布不均衡，有的行业存在投资不足，而如钢铁、水泥、船舶等行业又存在过度投资，导致了严重的产能过剩。制造业是典型的产能过剩行业：2013 年 11 月中国企业家调查系统发布的“2013 中国企业经营问卷跟踪调查”显示，我国制造业中，产能利用率^①低于 79% 的行业为 19 个，产能利用率低于 70% 的行业有 7 个，产能利用率接近 79% 的行业仅有两个。可以预见，制造行业必然会经历痛苦的去产能化过程。除了面临产能过剩的问题，中国的制造业企业尤其是中小制造业企业还存在着融资难的问题。制造业企业生产经营活动复杂，这就决定了其资金需求具有需求量大，周转慢的特点。另外，制造业经营风险较大，进一步导致了其融资难度较大。近年来，国内部分制造业企业能通过 IPO 上市、发行债券等进行直接融资方式缓解融资压力。但我国资本市场尚不发达，直接融资比重过低。但由于公司规模、企业财务状况、上市高昂的费用或者其他特殊原因，并不是所有的制造业企业都能通过直接融资的形式获得资金。这也就意味着中国制造业企业面临一定程度的融资约束，从而引起投资不足。

我国资本市场发展尚不成熟，银行在整个金融体系中占据了很大的份额。企业的融资仍然以间接融资为主，银行贷款是企业负债融资最主要的来源。中国金融体系在过去 5 年内，信贷增速飙升：2008 年全社会负债占 GDP 的比率为 145%，到 2013 年，全社会负债占 GDP 的比率高达 210%。企业部门的负债增速快于政府负债和家庭负债的增速。截止 2013 年年底，企业部门负债占 GDP 比率约为 130%，成为中国经济发展中最大的风险点，其中制造业企业负债率的上升是中国企业负债风险增大的主要原因之一。

综上，我国的制造行业既面临着产能过剩，过度投资难题，部分中小制造

^①国内外学术界和实物界认同的一般标准：产能利用率低于 90%，且处于下降趋势时，便存在产能过剩。

业企业又面临着投资不足的问题。制造行业负债率还在连年上升。在这样复杂的背景下，以制造业上市公司数据为样本，探寻负债的结构是否会影响投资的效率就具有重要的现实意义和政策意义。

1.2 选题意义

从现实来看，融资和投资是现代企业的核心财务活动。对企业来说，投资是企业价值实现的重要手段，投资的效率高低甚至决定了公司经营的成败。融资计划的安排又是以投资计划为出发点的，不论是融资的方式还是融资的目标都以企业未来的投资计划为重要参考。另外，企业的投资状况也会影响企业未来的融资安排。这也就是说，企业的投资与融资是相互关联的。作为企业融资方式之一的负债融资与企业的投资效率也就息息相关。以不同的负债来源为例，银行贷款是企业负债融资最主要的来源。但是由于银行的风险偏好较低，制造业企业在一定程度上会面临贷款难的问题，这可能会引起中小制造业企业的投资不足。与银行贷款不同，商业信用是企业的经营过程中自然形成的，具有期限短，在信用期内无偿使用的优点。但是商业信用债权人分散，债权人的利益很难得到保障，且期限较短无法用于长期投资项目。债券融资对于发行企业而言，可以迅速为企业长期发展筹集到资金，并且没有银行贷款的“硬性”限制条款。但我国的债券市场规模较小，发展缓慢。在这样的现实下，研究负债结构对企业投资效率的影响，有助于企业选择适合自身的融资方式和最优的负债类型，提高投资的效率。对政府监管部门而言，也有助于其制定改善企业融资环境的政策。

从理论上来看，国外学者对企业投资的研究由来已久。1958 年莫迪格利安尼和米勒(Modigliani & Miller) 创立 MM 理论后，理论界主要从资本结构的角度来研究企业融资，对负债结构关注较少，且普遍认为企业的投资与融资行为是相互独立的。委托-代理理论出现后，国外学者才开始研究投资和融资行为之间的有机联系。国内学者对于企业投融资问题的研究主要集中于实证分析，理论模型较少。实证研究又往往仅研究负债水平与投资的关系，且忽视了负债的异质性；在研究内容方面，过分关注负债对于企业过度投资的抑制作用，较少涉及负债与投资不足之间的系统分析和实证检验；从研究样本来看，大多基于国有控股企业或者家族控制企业数据进行过度投资与负债之间的相关关系或者负债的治理效

果，在研究中并未进行行业的细分。本文在研究中国制造业上市公司的负债结构与企业非效率投资时，注重研究来源和期限不同的负债如何影响投资，并且以公司规模、股权集中度等为控制变量，在一定程度上弥补了国内研究将负债视为同质的不足。通过不同行为主体的比较，能为我国制造业企业制定适合自身的投融资政策提供必要的理论依据。

1.3 研究内容及框架

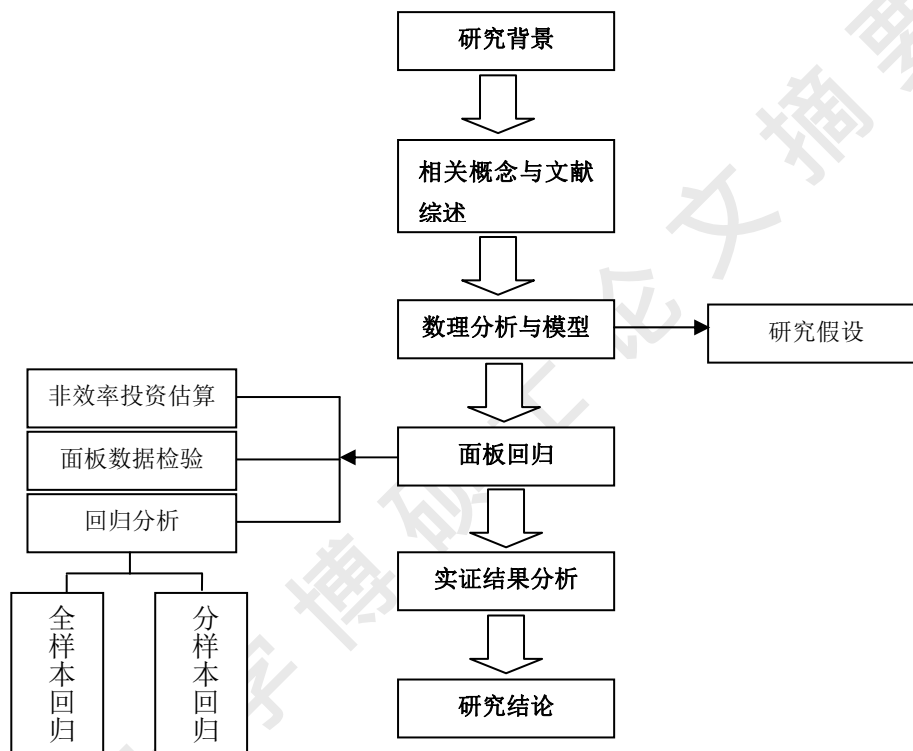


图 1: 论文框架

论文基于中国制造业 A 股上市公司的面板数据来研究企业负债结构与非效率投资问题，全文拟分为以下几部分：

第一章：绪论。提出将要研究的问题，并阐述选题背景和选题意义；简述研究内容、论文基本框架及可能的创新点。

第二章：相关概念与文献综述。简述负债结构与非效率投资的定义，然后梳理国内外学者对于负债结构与非效率投资的相关研究，并进行文献述评。

第三章：分析制造业上市公司投资、负债比例与负债结构的现状特征。

第四章：首先构建一个简单的二期数理模型说明负债影响企业投资行为的

数理依据，然后提出论文的研究假设，最后构造面板计量模型。

第五章：实证结果分析。首先用 GMM 模型对非效率投资额进行估算，并进行特征描述；然后进行面板数据的单位根检验和 Kao 残差协整检验；其次利用平稳的数据进行全样本回归，分析负债的结构会如何影响非效率投资；最后将非效率投资额按区分为投资不足和过度投资两个样本，进行分组回归。

第六章：主要结论及政策建议。总结实证分析的结论，并提出建立健全债权人保护机制等政策建议。

1.4 可能的创新点

(1) 论文以负债融资结构为切入点，全面考察负债的期限结构和来源结构对企业投资的影响，探寻负债结构与非效率投资之间的关系，研究角度较新。

(2) 运用主成分分析法构造投资机会综合指标，在一定程度上突破了单一指标衡量投资机会的局限。综合指标既能更加全面的反映公司面临的投资机会，又有利于提高实证结果的准确度。

(3) 论文利用残差度量模型来推算非效率投资额，并采用差分 GMM 方法进行系数估计，这有利于避免变量内生性导致的估计偏差。另外，GMM 估计中允许自变量存在自相关和异方差问题，且得到的参数估计仍然是渐进有效的。

(4) 回归模型中，进一步区分了投资不足和过度投资这两种具体的非效率投资形式，有助于更加具体的分析负债结构对投资不足和过度投资的影响差异。

第二章 相关概念及文献综述

本章首先对负债结构与非效率投资的概念进行了界定,然后对国内外学者的相关研究按照如下顺序进行了梳理:负债与非效率投资,负债的期限结构与非效率投资,负债的来源结构与非效率投资。最后对文献进行评述。

2.1 相关概念

2.1.1 负债结构

从广义来看,负债结构是各种各样的企业债务的构成以及比例。从狭义来看,负债结构仅指长期负债的构成以及比例。本文研究的是广义的负债结构,包括负债的期限结构和来源结构。

从偿还期来看,负债可分成短期负债与长期负债。偿还期在一年以内或超过一年的一个营业周期以内的负债是短期负债。而长期负债的偿还期是一年以上或超过一年的一个营业周期以上。文中所指的期限结构指的是长短期负债的比例关系。

从负债的来源^②看,负债可以分为银行贷款、商业信用^③和债券。因此负债的来源结构指的银行贷款、商业信用及债券占负债总额的比例。我国直到 2007 年才出现严格意义上的公司债券。截至目前,选择债券融资的公司比例仍相对较低。因此本文仅研究银行贷款和商业信用这两种来源的负债。

2.1.2 非效率投资

非效率投资指的是违反净现值原理,使实际的资本存量超过或低于最优资本存量^④的行为,通常具有两种表现形式:过度投资以及投资不足。

过度投资通常表现为将资源配置在不能盈利的项目上,或资源配置已最优但还是进行额外的投资。杰森(Jensen, 1986)假设所有者和经营者信息不对称,首次提出了过度投资问题。莱昂和李增贝尔格(Lang & Lizenberger (1989)进一

^②本文中的负债仅考虑外部负债,不考虑内源负债。

^③商业信用指的是企业在正常的经营活动和商品交易中由于延期付款或预收账款所形成的企业之间常见的信贷关系。商业信用包括应付账款、应付票据和预收账款等。

^④最优资本存量:使得企业资本成本与资本边际收益相等的资本存量。

步地提出了“过度投资假说”，并首次对“过度投资”这一概念进行了界定。莱昂和李增贝尔格（1989）指出，过度投资指的是接受净现值小于零的投资机会；当公司经营者掌握着大量的自由现金流时，过度投资行为越严重^[1]。目前大部分国内外文献都是从代理冲突的角度来解释过度投资的形成。

投资不足指的是企业放弃净现值大于零的投资项目(Myers,1977)^[2]，导致企业资源的不充分利用，投资人权益受损。施蒂格利茨和魏斯（Stiglitz & Weiss, 1981）的信贷配给模型说明，信息不对称的情况下，企业的融资成本可能会上升^[3]。这时，资金成本可能会高于项目内部报酬率使得企业放弃原本可行的投资方案，这就产生了投资不足的问题。

2.2 负债结构与非效率投资相关文献

莫迪格利安尼和米勒(1958)提出了现代资本结构理论^[4]，他们指出没有公司税的情况下，负债与企业的价值无关。1963年，莫迪格利安尼和米勒又提出了含税条件下的资本机构理论即修正的MM理论：存在公司所得税时，因为负债具有避税的作用，企业的综合资本成本随负债增加而降低，企业价值随之增加^[5]。MM理论与修正的MM理论都是基于严格的假设条件推导出来的，是企业资本结构中负债配置的两种极端。

自MM理论提出以后，国内外学者更加深入的研究了资本结构，尤其是20世纪70年代以来，委托代理理论的出现使得企业的投融资问题有了新的进展，并开始关注企业资本结构对于企业投资行为的影响。梅耶(Myers,1984)率先考虑了资本市场信息不对称的问题，构建了一个一般均衡模型，提出了融资约束假说，建立起企业投资与融资关系的研究框架^[6]。随后，法扎里（Fazzari）等的研究为这一理论提供了实证证据。

2.2.1 负债与非效率投资

格里斯曼和哈特（Grossman & Hart,1982）认为，负债的存在可缓和所有者与经营者的冲突，且有利于减少经营者非效率投资^[7]。在管理层持股的情况下，经理层与股东的利益函数更加接近。这有利于激励经理人员更加努力的工作，提高投资效率。另外，债权人还能对经理人形成监督，有利于其减少非效率投资。杰森（1986）认为，因为负债必须定期偿还本金和利息，企业的自由现金流会因此

而减少，经理人的过度投资倾向也得到了限制^[8]。

然而帕里诺和维斯巴赫（Parrino&Weisbach, 1999）发现负债会加重过度投资^[9]。里昂（1996）的研究结果则表明，在低成长性的企业中，负债会减少过度投资。资文峰（2008）控制了企业成长性的前提下，表明不论是高成长性还是低成长性的企业，负债规模与投资支出之间均是显著正相关的关系。吕婧（2008）根据成长性将研究的样本进行分组研究后得出的结果与资文峰（2008）不同，她认为高成长性企业中，负债水平过高将会导致投资不足而不是过度投资；负债只有在低成长性企业中才能发挥抑制过度投资的作用。进一步地，孙晓琳（2010）认为政府控股的企业中，存在严重的过度投资行为；而家族或自然人控股公司，负债能抑制非效率投资行为。而朱晶、潘爱铃（2009）的观点与上述学者的观点相左，他们认为由于我国经济制度环境具有特殊性，在中国的企业中，负债并不能抑制过度投资或抑制投资不足^[25]。

2.2.2 负债的期限结构与非效率投资

短期负债期限短，和企业签订新负债合同的频率高；与长期负债相比，短期负债拥有优先的偿付权。另外，短期负债对企业资产风险波动反应迟钝。短期负债的上述特点决定了短期负债能有效的缓解公司股东与外部债权人间的利益冲突。另外，正是由于短期负债的偿还期限短，从而在经营者掌握企业自由现金流时，能减少经营者为谋取自身利益而滥用现金流进行过度投资的行为。即短期负债能减少非效率投资：抑制过度投资（Jensen,1986;Bernea、Haugen & Senbet,1980, Hart & Moore 1994, 张栋, 2008; 黄乾富、沈红波, 2009; 蔡吉甫, 2009; 李胜楠, 2011 等）。另外，短期负债还能起到抑制投资不足的作用（Myers,1977;Ho & Singer,1982;Barclay & Smith,1995;Guedes & Opler,1996; Ozkan,2002;Johnson & Shane,2003;Aivazian et al,2005 等）。而长期负债对公司的经营者的约束作用不及短期负债，并且会引发替代成本，使得非效率投资的现象更加严重（Parrino & Weisbach,1999;Moyen ,2000;Morellec & Smith,2002; Ju & Ou-Yang,2006;王贞洁、沈维涛, 2012; 徐向艺、李鑫, 2008 等）。

1. 短期负债与非效率投资

梅耶（1977）提出了债务漠视理论，并指出负债的期限可能会对企业的投资策略产生影响。他认为，在一定时期内，假设负债总水平不变，短期的负债比例与

非效率投资是负相关的。因为短期内企业面临的不确定性比较少,短期负债的价格相对固定,股东从新的投资项目中获得收益更多,降低了股东与经营者投资不足的可能性^[10]。

辛格尔(Singer,1982)认为, 负债能约束企业股东和经营者。从期限来看, 短期负债一般可以优先偿付, 并且还会使得企业经常面临重新订立合同的压力, 在这种情况下, 股东和管理者放弃能增加债权人利益的投资项目的行为会减少, 这就有助于减少投资不足。

厄兹坎(Ozkan,2000)认为负债期限结构与企业投资支出显著负相关^[11]。而约翰逊和夏恩 (Johnson & Shane , 2003)则进一步证明短期贷款有利于抑制投资不足。蔡尔兹和莫尔 (Childs & Mauer, 2005)指出短期负债既能抑制投资不足也能减少过度投资^[12]。埃瓦江等 (Aivazian et al, 2005)认为企业负债的期限结构与公司投资决策具有相关关系, 这种关系会因企业之间的成长性不同而不同^[13]。类似地, 比耶, 凯恩和莫尔 (Billett、King & Mauer,2007)的研究结果表明高成长性公司的短期负债能缓解因股东-债权人利益冲突而导致的投资不足问题^[14]。除此之外, 梅耶(1984)、斯蒂格利茨和约翰逊 (1985)、艾美瑞 (Emery,2001)等均认为短期负债能够抑制投资不足行为。

杰森(1986)则提出了负债期限结构与过度投资问题。他指出所有者与经营者的委托代理冲突会引发过度投资问题^[15]。公司的经营管理者在掌握公司自由现金流的情况下, 为了满足自身的利益而追求更高的绩效, 会有扩大投资的冲突, 尽管投向的一些项目的净现值为负。股东为保护自身利益, 倾向于筹集短期负债来制约经营者。一方面短期负债能减少经营者掌握的现金流, 另一方面短期负债的存在增加了公司的财务风险, 经营者为了自身利益, 会谨慎的选择投资项目, 因此短期负债能起到经营者过度投资的作用。哈特和摩尔 (Hart & Moore ,1994)也认为缩短负债期限有利于抑制过度投资^[16]。国内的大部分学者通过实证检验, 也认同短期负债有助于抑制过度投资 (张栋, 2008; 黄乾富、沈红波, 2009; 蔡吉甫, 2009; 李胜楠, 2011; 窦炜、刘星, 2011 等)。

2. 长期负债与非效率投资

帕里诺和维斯巴赫 (1999)认为负债的期限与负债的代理成本正相关, 期限越长, 代理成本就越高^[17]。哈特和摩尔(1994)通过实证研究发现, 长期负债可能

会引起投资不足的问题^[18]。此后，部分学者从理论和实证两方面研究负债的期限结构与企业投资决策之间的关系，也得出了长期负债可能导致投资不足的问题（Morellec & Smith, 2002; Ju & Ou-Yang, 2006 等）。国内学者徐向艺和李鑫(2008)认为，长期负债会加重过度投资。王贞洁和沈维涛(2012)进一步地考虑了企业所有权性质的影响，他们发现国有上市公司在政府干预程度不同的地区，过度投资的可能性不同^[26]。

综上所述，国内外大多数学者的研究均表明短期负债能起到抑制企业非效率投资的作用，而长期负债不仅不会起到约束非效率投资的作用，反而会恶化股东-债权人的代理冲突，使代理成本增加，引起非效率投资。由于学者选择的研究样本、研究方法不尽相同，可能会导致研究结论的差异，如良德列斯和日丹诺夫（Lyandres & Zhdanov, 2005）的研究认为，短期负债可能引起过度投资，因为当公司负债中大部分是短期负债时，为避免破产威胁，会有提前实施投资的动机，从而引起过度投资。王治和周宏琦(2007)、李枫和杨兴全(2008)、朱嘉和潘爱玲(2009)、袁卫秋(2009)也持有类似的观点。而王艳辉和杨帆(2007)发现长期负债而不是短期负债能抑制过度投资。海菲尔德（Highfield, 2008）甚至认为负债期限结构并不会起到抑制非效率投资的作用。

2.2.3 负债来源结构与非效率投资

目前，企业外部负债的来源主要有银行贷款、商业信用与债券三种。商业信用具有期限较短、债权人分散、信用期内零利息的特点。因此商业信用对于企业的投资行为约束力较弱。企业在取得商业信用时，并没有像银行借款一样，订立严格的负债契约；另外，债权人对于商业信用的使用者的监督需要花费大量的成本，并且因为债权人分散的原因还会产生“搭便车”的现象，这就削弱了商业信用债权人监督的积极性和主动性，因此从理论上而言，商业信用对于公司的投资行为很难起到相机治理的作用。银行信用具有到期还本付息，期限长于商业信用，银行借款合同约束性强的特点，另外银行具有严格的贷款全过程管理程序。因此银行债权人对企业的投资监督更严格，约束力更强。商业信用和银行信用具有各自的特点，因此对企业投资的影响不同。国外大部分学者从理论和实证的角度，得出了债券融资能抑制非效率投资。我国债券市场尚未成熟，许多企业并未采用债券融入资金，因此本文讨论的负债来源中，并不涉及对企业债券融资的讨论。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库